

相場操縦の禁止について

松元 亘

- 一 はしがき
- 二 アメリカにおける沿革
- 三 第一八九条との関係
- 四 商法との関係
- 五 禁止される行為
 - (一) 仮装またはなれ合い売買取引
 - (二) 一連の売買取引
 - (三) 情報の流布
 - (四) 虚偽の表示など
- 六 違反の場合の制裁
 - (一) 違法行為禁止または停止命令
 - (二) 賠償責任
 - (三) 罰則
 - (四) 行政処分
- 七 むすび

相場操縦の禁止について

一 はしがき

証券取引法第一二五条は、相場の操縦の禁止について規定しており、第一二六条において、右の規定に違反して相場の操縦を行なった者の被害者に対する賠償責任が定められている外、第一二五条の違反者に対する罰則(一九七条二号)も設けられている。さらに相場の操縦が行なわれた場合またはこれが行なわれそうな場合には、大蔵大臣の申立によって裁判所はどのような行為の禁止または停止命令を発することができるし(七八条)、また行政処分についての規定も見られる(五九条)。これらの諸規定は、有価証券の売買その他の取引を公正にすることを目指し、それによって一般の投資者を保護することを意図して設けられたものであることは、いうまでもないところである。⁽³⁾

相場の操縦の禁止について沿革的に見るときは、わが国においては、旧取引所法は取引所における相場を偽って公示した者、公示もしくは頒布の目的をもって虚偽の相場を記載した文書を作製しまたは頒布した者、および取引所における相場の変動を図る目的をもって虚偽の風説を流布し、偽計を用いまたは暴行もしくは脅迫を行なった者に対して罰則を設けていた(同法三三条ノ三、二号)。しかしながら、相場の操縦の取締に関しては、同法には何らの規定も設けられておらず、このことは旧取引所法に代って、第二次世界大戦の末期に実施された日本証券取引所法についても同様であった。ところが戦後になって、一方においては、いわゆる証券民主化に伴う投資者の保護の必要のために、従来の取引所法は、有価証券業取締法、有価証券引受業法および有価証券割賦販売業法などともに統合されてしまい、他方においては、その当時著しかったアメリカ法の導入という一般的趨勢に従って、一九三三年の証券法 (Securities

Act) および一九三四年の証券取引所法 (Securities and Exchange Act) を母法として、昭和二二年に新らしく証券取引法の制定が行なわれ、同年八月にはその中の証券取引委員会に関する部分だけが施行されることとなった。しかしながら、残りの大部分の規定が日の目を見ない中に早くも改正の必要が生じ、翌年の昭和二三年に行なわれた改正に際して、アメリカにおいて行なわれている諸々の制度の中、わが国にもとり入れることが適当と思われるものをも新たに規定することとなり、証券取引所法その他の規定を範として現行第一二五条および第一二六条などの諸規定が設けられるに至った。⁽⁴⁾

ところでアメリカにおいては、相場の操縦に対する規制についての沿革はかなり古いものがあり、一九三四年に証券取引所法をもって明文の規定が設けられるようになった以前においても多くの問題が存在していたし、また相場の操縦は自由公開の市場を破壊するものであるとして同法によって明文が設けられた以後においても、かなりの事例が見られる。これに反して、わが国においてはその沿革はそれ程古いものではなく、また証券取引法第一二五条が設けられて以後一〇年余りを経過した今日に至るまで、本条が適用された事例は全く見当たらないのが実情である。⁽⁵⁾

以上のような次第であるから、相場の操縦の禁止に関する現在のわが国の法制を理解するためには、アメリカ法との比較研究が必要であり、まず第一に一九三四年法制定以前のアメリカにおける市場操作についての規制を概観し、証券取引所法によって明文が設けられるに至った経過をたどることは、決して無駄なことではないであろう。

(1) 相場操縦とは、「自然の需給関係によって定まる相場を恣意的に上下し、公衆の犠牲において、自己の利益を圖らんとする売買取引である」(藤田「証券取引法上の問題としての株式の買占」財政経済弘報七〇八号一頁)。

相場操縦の禁止について

(2) アメリカにおいて相場の操縦 (Manipulation) というときは、わが国の証券取引法第一二五条に相当する証券取引所法第九条以外のいくつかの規定をも含めて取扱うのが通常のものである。しかし本稿においては右の第九条を中心にして考察を進めることとする。

(3) 岡村「改正証券取引法解説」八頁。

(4) 証券取引法第一二五条類似の規定が商品取引所法にも設けられている。すなわち、同法第八八条は「何人も、商品市場における売買取引に関し、左に掲げる行為をしてはならない」とし、その禁止行為を列挙している。「商品の所有権の移転を目的としない売買取引をすること(一号)、仮装の売買取引をし、または偽って自己の名を用いず、または偽って自己の名を用いず、自己のする売付と同時に、それと同価格において、他人が当該商品を買付けることをあらかじめ通謀の上、当該売付をすること(三号)、自己のする買付と同時に、それと同価格において、他人が当該商品を買付けることをあらかじめ通謀の上、当該買付をすること(四号)、単独または他人と共同して、当該商品の売買取引が繁盛であると誤解させるべき一連の売買取引または当該商品の相場を変動させるべき一連の売買取引をすること(五号)、前各号に掲げる行為の委託または受託をすること(六号)、当該市場における相場が自己または他人の市場操作によって変動すべき旨を流布すること(七号)、商品市場における商品の売買取引をするにつき、重要な事項について虚偽の表示または誤解を生ぜしむべき表示を故意にすること(八号)」。この規定について論ずることは本稿の目的とするところではないから差控えるが、これが証券取引法第一二五条と異なる殆んど唯一の点は、「他人に誤解を生ぜしめる目的」または「売買取引を誘引する目的」をもって、右に示した行為を行なったかどうかを問わないことにあり、これは両者間に存する非常に大きな相違点である。その他商品取引所法第八九条は第八八条の禁止規定に違反した場合の賠償責任について規定しており、これは証券取引法第一二六条と全く同趣旨である。さらに裁判所の発する違反行為の禁止命令(一四三条)、罰則(一五二条二号、一六三条)など証券取引法に存する規定と同様の規

定が見られる。

(5) アメリカにおいては、一九三四年法によって初めて相場の操縦の禁止が行なわれるようになったものではなく、その根本は成文法とは別個に裁判所によって作り上げられて来たものである。したがって、万一、一九三四年法が廃止されるようなことがあるとしても、証券取引所法が相場の操縦の禁止について規定していることがらの骨組は、いぜんとして残存するであろうとさえいわれている (Berle, Stock Market Manipulation, 38 Col. L. Rev. 393 (1938))。

(6) 参照、藤田・前掲一頁

二一 アメリカにおける沿革

証券取引所が、本来、自由公開市場であることは、証券取引所の有する経済的機能の本質をなすものであるが、⁽¹⁾あるいは有価証券の市場価格に影響を与えるような虚偽の風説を流布することにより、あるいは有価証券について見せかけの仮装の売買取引を行なうことにより、有価証券の市場価格を変動させ、他人に損害を及ぼして、私利私欲を追求する者は、かなり古い時代から数多く見られるところであった。真実であるか虚偽であるかを問わず、また完全なものであるか不完全なものであるかを問わず、有価証券市場についての情報は、それが特定の者に対して与えられたものではなかったとはいえ、有価証券の売買取引を行なう者に対し、大なり小なり何らかの影響を及ぼすものであると考えられるのが合理的であり、⁽²⁾一般の投資者ないしは投機者が、有価証券の買付を行なうべきであるか、またはその売却を行なうべきであるか、あるいはこれを保有し続けるのが得策であるのかを判断するに当たって、重要な基礎

相場操縦の禁止について

をなすものであることは、いうまでもないところである。その結果として、相場の操縦を行なうに際しては、有価証券の相場に関する情報を流布して宣伝を行なうのが、最も通常の手段であると最初の中は考えられていた。⁽³⁾しかしながら、後に至り、変動し易い有価証券市場においては、証券取引市場の外観上の繁盛を創り出し、それによって有価証券の虚偽の市場価格を現出することが、最も有効な宣伝方法の一つであると考えられるようになった。有価証券の取引についての記録の偽造を行なうようなことは別としても、そのための最も手軽な方法であるとされたのは、いわゆる wash sales または matched orders を行なうことであつた。⁽⁴⁾

このような相場の操縦の問題は、一九三四年の証券取引所法が制定される以前においては、何ら特別の法制を設けることなく、コモン・ロー上の詐欺の理論によって処理されてきた。⁽⁵⁾その場合、法律上の救済は、相場の操縦を行なつた者により、欺かれたことを知つた投資者によって請求され、あるいは相場の操縦を行なつた者が互いに不和に陥り、その紛争を解決するために、裁判所に訴える場合のみ、機能されるのが通常であつた。⁽⁶⁾まず刑事事件としては、イギリスにおいて市場操作の最初のケースであるといわれている Rex v. De Berenger ⁽⁷⁾においては、虚偽の風説を流布することによって、有価証券の市場価格を高騰させた後、その保有していた当該有価証券の売付を行ない、これにより莫大な利益を獲得し、やがてその風説の虚偽であつたことが判明したために、その有価証券の市場価格は一挙に暴落し、その結果として多大の損失を買手に与えた被告達は、共同謀議の罪に処せられている。⁽⁸⁾ただ、アメリカにおいては、このイギリスにおけるケースと比較すべきものは存せず、後に触れるように特別な法制の助けをえて、このような問題を解決しようと試みていた。また wash sales および matched orders は、有価証券市場の実状を一般

の投資者に誤り伝える虚偽の売買取引であることから、証券取引所は、取引所の会員がこれらの方法を用いることを禁止し、遂には wash sales および matched orders もまた共同謀議であるとされるに至った。⁽¹⁰⁾

しかしながら、コモン・ロー上の厳格な詐欺の理論の及ぶ範囲は余りにも狭く、wash sales または matched orders によって創り出された外観上の繁盛を信賴して、価値のないまたは殆んど無価値に等しいような有価証券の買付を行なった者の損害は著しいものがあつた。また詐欺の觀念は、虚偽の風説の流布などを伴なわない現実の売買取引による相場の操縦には及ばず、一九三四年以前においては、現実の売買取引による相場の操縦の違法なことを確立したケースは、一つも見られなかつた。⁽¹¹⁾

このようなコモン・ロー上の詐欺の理論についての欠陥は、ある程度までは成文法によって補足されていた。たとえば、ニューヨーク州においては、wash sales および matched orders ならびに有価証券の市場価格を變動させるために意図されたような風説の利用に対して、いわゆる Martin Act などを制定し、ある程度までは相場の操縦の問題は、一応解決されていたわけである。⁽¹²⁾ とはいふものの、これらの成文法の助けをもつても、いぜんとして相場の操縦を抑制するには必ずしも十分ではなく、とくに虚偽の風説の流布などを伴なわない単なる現実の売買取引による相場の操縦を規制するまでには至つていなかった。また wash sales および matched orders は詐欺であると一般に解されていたとはいふものの wash sales および matched orders を行なった者の被害者に対する民事責任を認めた実例は、殆んど存しなかつた。⁽¹³⁾

要するに、有価証券の市場価格に対し何らかの影響を及ぼすような意図をもつて行なわれた虚偽の表示は、公開の

有価証券市場において、有価証券の買付を行なう者すべてに対し訴権を与えることとなり、有価証券に關して虚偽の表示の存在することが証明されるときは、有価証券の買付を誘引する意圖を推定させる何ものかの存在が認められ、また有価証券の仮装の売買取引を行なうことは、一般に虚偽の表示であるとして認められており、そうして一部分は成文法の助けをえて相場(14)の操縦の抑制が行なわれていたわけである。

以上のように一九三四年に証券取引所法が制定される以前においても、相場(14)の操縦の問題は、決して野放しの状態におかれていたわけではなく、むしろこのような行為を何とかして抑制し、違反者を処罰するようにと努められていたのであるが、虚偽の風説の流布などを伴わない現実の売買取引による市場操作にまで規制が及ばなかったこと、相場(14)の操縦が行なわれたことによって損害を被った者の救済に欠けるところが著しかったこと、さらに現在のように証券取引委員会の存在が認められていたわけではなかったため、相場(14)の操縦をあらかじめ防止することが十分に行なわれえなかつたことなど、特別な立法によるのでなければ解決され難い点が数多く見られたため、一九三四年に証券取引所法が制定されるに当たって、現行第九条その他の相場操縦の禁止に關する規定が設けられることとなり、その中(15)の一部を除いて同年七月一日から施行されたわけである。

(1) Loss, Securities Regulation, 885 (1951).

(2) Berle, op. cit., 393.

(3) Comment, Regulation of Stock Market Manipulation, 56 Yale L. J. 509, 512 (1947).

(4) Comment, op. cit., 56 Yale L. J. 512, 513. 44 Wash sales を行なふことの禁止については、現行証券取引所法第九

条(a)項(1)(A)に規定されており、これはわが国の証券取引法第一二五条第一項第一号に相当するものである。また *matched orders* を行なうことは、証券取引所法第九条(a)項(1)(B)および(C)において禁止されており、これに相当するわが国の規定は、証券取引法第一二五条第一項第二号および第三号である。

(5) このように相場の操縦が行なわれたこと、およびそれに対して詐欺の理論によって解決しようとしたことは、おそらくは有価証券の売買取引についての一般大衆の参加が、とるに足りなかった頃に始まって以来、回避することができなかったことであろうと云われ得る(Comment, *op. cit.*, 56 Yale L. J. 516)。

(6) Comment, *op. cit.*, 56 Yale L. J. 516.

(7) Loss, *op. cit.*, 885, 886.

(8) しかしながら、右のケースにおいては、単に市場価格を高騰させまたは下落させる目的のみをもって、有価証券を多量に買付けまたは多量の有価証券を売付けること、すなわち虚偽の風説の流布などを行なうことなしに、単に有価証券の売買取引を行なうことによつて、相場の操縦を行なつた場合についても、右の場合と同様に違法なものとされるのであるかどうかに関しては、明らかにされなかつた。もつとも右のケースにおいて裁判官の一人は、虚偽の風説の流布などを行なうことなしに、単に売買取引を行なうことによつて有価証券の市場価格を変動させることは、違法ではないと述べている。

(9) Loss, *op. cit.*, 889.

(10) *United States v. Brown*, 5 F. Supp. 81 (S. D. N. Y. 1933), *aff'd*, 79 F. 2d 321 (2d Cir. 1935), [34 Col. L. Rev. 500 (1934)]; Loss, *op. cit.*, 889, 890].

(11) Comment, *op. cit.*, 56 Yale L. J. 517.

(12) その他にも、たとえばニューヨーク州刑法にも若干の規定があり、判例もいくつか見られる。

(13) *Scott v. Brown* は不当な価格で相場の操縦者から買うことを強要された投資者は、その被った損害について操縦者を訴えることができるという趣旨の裁判官の意見を含んでいた (*Loss, op. cit., 888*)。なおアメリカでは操縦者と善意の投資者との間の有価証券の売買契約は、操縦の事実を証明することによって無効であるとのケースも見られる (*Loss, op. cit., 883*)。

(14) *Berle, op. cit., 38 Col. L. Rev. 395*.

(15) なおその背後には、一九二九年の市場崩壊は、これに続いて生じた不況の第一の原因をなすものであり、また詐欺、相場の操縦および過度の投機が、右の市場崩壊の根本的原因をなすものであったと広く一般に信じられており、有価証券市場一般の規制が当時の重大な問題であったという事情が存する (*Comment, op. cit., 56 Yale L. J. 509*)。

(16) 証券取引所法第三四条「この法律は一九三四年七月一日より施行する。ただし第六条および第一二条(b)項、(c)項、(d)項および(e)項は一九三四年九月一日より施行するものとし、また第五条、第七条、第八条、第九条(a)項、(g)、第一〇条、第一一条、第一二条(a)項、第一三条、第一四條、第一五條、第一六條、第一七條、第一八條、第一九條および第三〇條は一九三四年一月一日より施行するものとする」。

三 第一八九条との関係

ところで相場操縦の禁止の規定は、ある特殊の場合においては、証券取引法第一八九条と極めて密接な関連を有するものである。⁽¹⁾ すなわち、第一八九条は、会社の役員または主要株主⁽²⁾が、その職務または地位によって取得した秘密を、不当に利用することを防止するために、これらの者が当該会社の株式の買付を行なった後、六ヵ月以内に売付をし、または売付を行なった後、六ヵ月以内に買付をして、利益をえた場合には、当該会社は、右の役員または主要株

主に對して、そのような利益を、会社に提供すべきことを請求することができる旨規定している。したがって、たとえばある発行会社の役員または主要株主が、当該会社の株式について、一連の買付を行ない、第一二五条の禁止する相場の操縦を行なつてその株式の市場価格を上昇させた後、右の買付を行なつた日から六ヵ月以内（すなわち、一連の買付の最後の買付の日から六ヵ月以内）に、利益をえて右発行会社の株式の売付を行ない、その後相場の操縦が終了した結果として、当該株式の市場価格が暴落し、これによつて右の買手またはその委託者が損失を被つたような場合には、これら役員または主要株主は、相場の操縦を禁止する第一二五条の規定に違反するとともに、第一八九条の規定にも違反することとなる。その結果、一方においては、このような相場の操縦を行なつた役員または重要株主は、当該株式の売買取引またはその委託をした者が、右の相場の操縦によつて、その売買取引または委託について受けた損害を賠償する責に任ずることとなり（条二六）、また他方においては、当該株式の発行会社は、右の役員または主要株主に對して、その取得した不当な利益を会社に提供すべきことを請求することができる（条一九）、さらに当該会社の株主が、会社に對して右のような請求を行なうべきことを要求した後、六〇日以内に会社がその請求を行なわなうときは、右の株主は会社に代位して、その請求を行なうことができることとなる（同条）。

これら相場操縦の禁止の制度および役員または主要株主の不当利益返還の制度は、いずれもアメリカにおける經驗を考慮の上、証券取引所法の規定を継受して設けられたものであるが、結局のところは両者とも投資者の保護を企図しているものであることには変りはない。しかしながら、この二つの制度の間にはかなりの相違点が見られる。第一八九条においては役員または主要株主の属する会社の株式に限られるの³⁾に對し、第一二五条においてはそのような制

限はなく上場有価証券一般であり、また規制の対象となる者も、前者においては当該株式の発行会社の役員または主要株主だけであるが、後者に関してはこのような者に限られるのではなく、広く一般の者に及ぶ。そして第一八九条においては、相場の変動を生ずる前に、当該会社の役員または主要株主に対し売付を行ない、またはこれらの者から買付を行なった者が、被ったと思われる損害を問題とし、ただこのような者に対して賠償を行なう適当な方法を見出せないため、その解決方法として立法技術により会社に不当な利益を提供させることとし、その返還請求について代表訴訟制度が認められているのに対し、相場操縦の場合には、操縦による相場の変動の結果形成された価格で行なわれた売買取引またはその委託について、当該売買取引を行なった者、またはその委託を行なった者が被った損害が問題とされ、そのような被害者がみずから自己のために賠償請求を行なう点に、大きな差異がある。さらに役員または主要株主に対する不当利益の返還請求権は、当該不当利益の取得の日から二年間で、除斥期間によって消滅する(条八九)、相場操縦を行なった者に対する賠償請求権は、請求権者が当該違反行為の発生を知った時から一年間、または当該違反行為が行なわれた時から三年間を経過したときは、時効によって消滅する(条二六)と定められている点においても両者は異なる。

第一二六条の場合には、後に述べるところ、賠償の請求を行なう者は、当該相場操縦によって影響を受けた価格で有価証券を買付けたこと、またはこれを売付けたことを証明しなければならないが、この証明は一般的にいつて困難なことが多く、相場操縦禁止規定は殆んどその機能を果たしていない。他方第一八九条は「会社の役員または主要株主が、その職務または地位により取得した秘密を不当に利用することを防止するため」と規定しており、一見したと

ころこれらの者が、その職務または地位によって取得した秘密を不当に利用したことを立証する必要があり、その立証は非常に困難なものであるかのようと思われる。しかしながら、この文句は、母法である証券取引所法第一六条(b)項において、同様の文句が挿入された事情ないしはその文句についての解釈などを考慮すると、第一八九条の制度を設ける理由を明らかにするために挿入されたものにすぎず、その立証の必要はないと解すべきであるから、第一二六条にくらべると大いに利用されてしかるべき制度である。ただ役員または主要株主の自社株式保有状況などに関する報告義務を定めていた旧第一八八条は、これらの者が第一八九条の規制する不当利益をえたことを明らかにする資料をえるために重要な役割を果すものであったが、これが削除されてしまっている現在では、第一八九条は全く骨抜きの状態になっていることは否定できない。⁽⁵⁾ このように両制度とも実際上は運用されていないといって差支えないのが現状であるが、これらの制度は決して廃止されてよいものではなく、欠陥を補い正常に運用されるべきものである。⁽⁶⁾

(1) 証券取引法第一八九条については、拙稿「証券取引法第一八九条の研究」一橋論叢三九卷六号三〇頁以下参照。

(2) いずれも自己の計算において他人名義または仮設人名義で行なう場合も含まれると解すべきことは、拙稿・前掲二六頁で述べたところである。

(3) 上場株式に限るとの見解も見られるが、必ずしもこれだけに限るべき理由はなく、非上場株式であっても市場性を有するものはこれに含まれると解すべきことについて拙稿・前掲二五頁参照。

(4) 拙稿・前掲二八頁

(5) 拙稿・前掲三六頁・三七頁

相場操縦の禁止について

(6) 第一八九条に關しての最大の欠陥は、旧第一八八条を削除したことにより、この旧第一八八条を補足強化した規定を復活すべきことは、拙稿・前掲三七頁・三八頁において述べたところである。旧第一八八条は、役員または主要株主の自社株式保有の状況およびその売買取引の状況を明らかにするものであるという点で、第一に第一八九条を補う役目を有していたのであるが、第二次的には相場操縦の予防の資料をえるためにも役立つ規定であった(参照、小田・三輪・角「改正証券取引法・改正証券投資信託法解説」一八〇頁、岡村・前掲二〇一頁、Loss, op. cit., 573)。したがって昭和二八年の改正に際して、実効が乏しかったとして(参照、小田・三輪・角・前掲一八〇頁)、旧第一八八条が削除されたことは、第一八九条に關してはもちろんであるが、第一二五条についても、大きな誤りであったといわざるをえないわけである。

四 商法との関係

証券取引法の規制している内容は、極めて広い範囲に亘っている。そのため証券取引法と商法との関係を明らかにすることは至難のことであり、これについて簡単にいいきることは殆んど不可能なことである。しかしながら、証券取引法の諸規定について個別的に考察するときは、そのあるものは現在のように証券取引法において規定されているよりは、むしろ商法典中に包含されてしかるべき性質を有していることがわかる。たとえば、役員または主要株主が自社株式を操作して不当利益をえた場合の返還に關する第一八九条と商法との関係、および議決権の代理行使を勧誘する場合について規定している第一九四条と商法との関係については、別の機会に触れたことがあり、これらの規定は、いずれは商法典中に吸収されるべき運命を有するものであることを述べた。⁽¹⁾

そこで相場操縦の禁止についての規定、とくに証券取引法第一二五条と商法との関係について考察を進めると、この第一二五条に類似する規定として、自己株式の取得を禁止している商法第二一〇条を見出すことができる。この商法第二一〇条の立法理由の一つとして、会社が自己株式を取得することによって、株式を操作して利得するとともに他方一般の投資者を害するという弊害を防止することがあげられる。⁽²⁾このように投資者の保護を意図するものであることは、証券取引法第一二五条についても同様であり、この点において両者は類似の役割を有している。しかしながら、商法第二一〇条においては、会社が自己株式を取得することが禁止されているのに反し、証券取引法第一二五条においては、広く一般の者が有価証券の売買取引などによって市場操作を行なうことが禁止されるものであり、両者間に著しい相違が見られる。⁽³⁾ことに有価証券の中には、社債は別としても、地方債、公社債その他商法とは縁の薄い有価証券も含まれている。⁽⁴⁾また第一二五条に関しては、商法と比較して行政官庁による干渉が著しい。というよりもむしろ、後に述べるように行政官庁が絶えず有価証券市場の動きを監視し、相場の変動について何らかの疑惑を生じたときは、直ちに必要な手続をとり、市場操作を大事に至らない中に抑制することこそ、第一二五条の規定を十分に運用するために必要とされるところである。

以上のようなことがらを考え合わせるときは、相場操縦の禁止についての規定、とくに証券取引法第一二五条の規定は、同法第一八九条および第一九四条などとくらべると、商法との関係は稀薄であるといわざるをえず、この規定は将来においても商法典中に挿入されるべきものではないと解される。

(1) 第一八九条につき、拙稿・前掲二四頁・二五頁、また第一九四条については、拙稿「議決権代理行使に関する若干の問題」

商事法務研究一一六号三六頁

(2) 田中誠「会社法」二〇二頁、鈴木「会社法改訂版」九四頁、大森「改訂会社法講義」一一一頁、その他多数。

(3) 証券取引法第一二五条と商法第二一〇条との関係において、株式の買占が行なわれた場合に(もちろんその買占が証券取引法第一二五条の禁止行為に含まれるものとして)、これに対して会社がいわゆる防戦買を行なうために自己株式を取得することが許容されるものであるかどうかの問題がある。このような場合といえども自己株式の取得を商法第二一〇条の禁止規定の例外として認めることは許されないと解する。参照、大隅等「自己株式の保有について(座談会、ジュリストセミナー)」ジュリスト一六一号一七頁・一八頁、矢沢「自己株式をめぐる法律関係」実務株式会社法六講二〇六頁。

(4) 証券取引法第一二五条は広く有価証券を対象としてはいるが、その主として狙っているものは株式であることはいうまでもなく、株式以外の有価証券はその市場性が非常に稀薄であるといわざるをえない実情を考えると、これら株式以外の有価証券による相場の操縦という問題が生ずることは、あるとしても極めてまれなことであると思われる。

五 禁止される行為

証券取引法は、自由公開の有価証券市場を確立し、一般の投資者を保護するために、第一二五条をもって一定の行為を行なうことを禁止している。すなわち、一定の目的をもって、(1)仮装またはなれ合い売買取引を行なうこと、(2)一連の売買取引を行なうこと、(3)情報を流布すること、および(4)虚偽の表示などを行なうことがこれである。以下順を追ってこれら禁止されている行為を考察することとする。

(一) 仮装またはなれ合い売買取引

まず仮装売買取引およびなれ合い売買取引の問題をとり上げるわけであるが、これらについて証券取引法第一二五
条第一項は、何人も、他人をして証券取引所に上場する有価証券の売買取引が、繁盛に行なわれていると誤解させる
など、当該有価証券の売買取引の状況に関して、他人に誤解を生ぜしめる目的をもって、左に掲げる行為をしてはな
らないと規定しており、第一号ないし第三号にその禁止行為が列挙されている。すなわち、当該有価証券について、
その権利の移転を目的としない仮装の売買取引を行なうこと^(一)、自己が行なう売付と同時期に、それと同価格におい
て、他人が当該有価証券を買付けることを、あらかじめそのような者と通謀した上で、当該売付を行なうこと^(二)、お
よび自己が行なう買付と同時期に、これと同価格において、他人が当該有価証券を売付けることを、あらかじめその
ような者と通謀した上で、当該買付を行なうこと^(三)がこれであり、さらに以上のような行為の委託を行なうことまた
はその受託を行なうことも、第四号をもって禁止されている⁽¹⁾。

右の第一号において禁止されている行為は、仮装の売買取引であって、同一人が同一売買取引についてその両当事
者となるような売買取引を禁止するものであり、このような売買取引はアメリカにおいては wash sales といわれて
いる。これに対して第二号および第三号に定められている行為は、いわゆるなれ合い売買取引であって、matched or
deals と呼ばれているものである。なれ合い売買取引について、法は同時期に、同価格においてと規定しているが、多
少の時間的なずれ、若干の価格の違いのある場合にも、なれ合い売買取引を認めることができる⁽²⁾⁽³⁾。また売買
取引の量についても、右と同様のことがいえるものと思われる。

第一号ないし第三号において禁止されているような仮装売買取引およびなれ合い売買取引は、いずれも実質上の売

買取引ではないのに、一般の投資者をして、当該有価証券の売買取引が繁盛に行なわれているという誤解に導びき易いものである。そこで証券取引法はこのような取引を禁止することにより、不当な高値または安値をつけること、あるいは売買取引の量を不当に増大させることなどを防止しようと努めているわけである。なおアメリカにおいては、wash sales よりは matched orders の方が一般に探知され難いものであるとして相場の操縦を行なう者によって好まれるため、前者よりは後者の方がはるかに事例が多いといわれている。⁽⁴⁾ また仮装売買取引またはなれ合い売買取引を繰り返して行なうときは、このような取引は(二)に述べる売買取引を誘引する目的をもって当該有価証券の売買取引が繁盛であると誤解させまたはその相場を変動させるべき一連の売買取引にも該当する可能性が多い。

いずれにしても仮装売買取引またはなれ合い売買取引を行なう目的が、売買取引が繁盛に行なわれていると誤解させるなど、当該有価証券の売買取引の状況について、他人に誤解を生ぜしめることであつたことが証明されなければならぬ。⁽⁵⁾ この証明は必ずしも容易なものではないかもしれない。しかしながら、右のような行為は、それ自体誤解を生ぜしめ易いものであることを考へるときは、(二)に述べる場合よりもその違法目的の立証は容易であるかとも思われる。いずれにしろ、本項違反を主張するためにはその立証が必要である。というのは、たとえばなれ合い売買取引についていえば、単なる注文の交叉は、それ自体は違法ではないからであり、証券取引所の会員が、同一銘柄の有価証券について同一価格の買付注文と売付注文とを同時に有するときは、これらの注文を交叉させることによって売買取引を完成せしめることは、何ら差支えないところであるからである。⁽⁶⁾ なおこのような仮装売買取引またはなれ合い売買取引が行なわれた結果として、他人が損失を被つたということは、立証する必要がないものと解する。⁽⁷⁾

つきに有価証券市場における売買取引は、当該有価証券市場を開設する証券取引所の会員に限って、これを行なうことができるものと定められている(七条)。したがって本項第四号は、第一号ないし第三号において規定されている行為を、証券取引所の会員に委託すること、または証券取引所の会員がこれを受託することの禁止を主な狙いとするものである。

なお証券取引法第一二五条第一項に定められている仮装売買取引またはなれ合い売買取引の禁止は、上場有価証券に限って適用されるわけであるが、立法論としてはその規制の対象を証券取引所に上場されている有価証券に限定すべき理由はなく、非上場の有価証券であっても相当の市場性を有するものについては、本項の適用を認めるべきである。

(1) 第一二五条第一項の規定は、証券取引所法第九条(a)項(1)の(A)ないし(C)に準じて設けられたものであり、これはつぎのように規定している。第九条(a)項「何人も、直接であると間接であるとを問わず、郵便または州際通商の手段方法を利用して、または連邦証券取引所 (national securities exchange) の施設を利用して、つぎの行為を行なうこと、あるいは連邦証券取引所の会員がつぎの行為を行なうことは違法であるものとする。(1) 連邦証券取引所に登録された有価証券の売買取引が繁盛に行なわれていると、虚偽のまたは誤解を生ぜしめるような外観を創出し、または当該有価証券の市場に関して虚偽のまたは誤解を生ぜしめるような外観を創出する目的をもって、(A) そのような有価証券について、権利の移転を伴わない売買取引を行なうこと、または(B) 自己の行なう買付注文と実質上同一量・同一時期・かつ同一価格において、同一のまたは別個の当事者により、またはそのような当事者のために、当該有価証券についての一または数個の売付注文が発せられていること、またはそのような注文が発せられるであろうということを知った上で、当該有価証券の一または数個の買付注文を発すること、もしくは

(C) 自己の行なう売付注文と実質上同一量・同一時期・かつ同一価格において、同一のまたは別個の当事者により、またはそのような当事者のために、当該有価証券についての一または数個の買付注文が発せられていること、またはそのような注文が発せられるであろうということを知った上で、当該有価証券の一または数個の売付注文を発すること。なおこの規定に類似した規定が、一九三六年の商品取引所法 (Commodity Exchange Act) 第四条 C に見られる外、たとえばニューヨーク州刑法第九五一条および第九五三条は、wash sales を行なうことを禁じている。

(2) 証券取引法のいう同時期に、同価格においてに関して、アメリカにおいてはつぎのような事例が見られる。すなわち、ある株式について一時半に行なわれた三、〇〇〇株の売付の申出(その後二時一四分にこの申出は一〇、〇〇〇株に増加された)に対し、同じ日の三時五分に三、五〇〇株の買付の申出が行なわれ、この買付申出の中一〇〇株までは一株につき五七ドル五〇セント(当該株式の市場価格と同価格)、そして残りの二、四〇〇については一株六〇ドルで応じられた。このような売買取引につき、証券取引委員会は、時、数量および価格の類似を有すると決した。しかしながら、とくに理由は明らかにされなかつたが、裁判所はこれを否定してゐる (Loss, op. cit., 902)。

(3) Matched orders について、アメリカではたとえば、ある株式一〇〇株を買付けようとする A が、B が同時に同一価格で一〇〇株を売付けようとしてゐることを知っており、また B は A が買付を行なおうとしてゐることを知っているような場合は、問題は簡単であるとされている (Comment, op. cit., 46 Yale L. J. 630)。ただ matched orders であると主張された事件において、注文が発せられる直前に、両当事者が電話でその売買取引について話していたことが、唯一の証拠であるような場合には、証拠は十分でないといわれた (Comment, op. cit., 46 Yale L. J. 630 Loss, op. cit., 901)。なお B が買付の申出に応じようとしてゐることを知って A が買付の申出をする場合のように、申出が応じられることを A だけが知って売買取引を行なうときも、A は法に違反するという例も見られる (Comment, op. cit., 46 Yale L. J. 630)。しかしながら、アメリカ法上

は相手方との通謀が要件ではないため、このようなこともいえるのであり、相手方との通謀を要件とするわが国においては、以上の諸例は参考にはなるが、これを全面的に首肯することはできないと思われる。

- (4) Loss, op. cit., 900.
- (5) Loss, op. cit., 900.
- (6) Loss, op. cit., 900.
- (7) Comment, op. cit., 56 Yale L. J. 519.

(三) 一連の売買取引

つぎに証券取引法第一二五条第二項は、何人も、有価証券市場における有価証券の売買取引を誘引する目的をもって、左に掲げる行為をしてはならないと規定し、その第一号ないし第三号において当該禁止行為が列挙されている。その中の第二号および第三号については、それぞれ(三)および(四)において後に述べることにする。まずその第一号は、単独でまたは他人と共同して、当該有価証券の売買取引が繁盛であると誤解させ、またはその相場を変動させるべき一連の売買取引またはその委託もしくは受託をすることをあげている⁽¹⁾⁽²⁾。これは不当な買占または売崩などによって市場を操作することを防止するために定められたものである⁽³⁾。

本号の規制の対象となるためには、まず一連の売買取引またはその委託もしくは受託をすることが必要とされる。ここにいう「一連の売買取引」の意義について、アメリカにおける証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission) の見解によれば、最小限度三回に亘って有価証券の買付を行なったときは、このような一連の売買取引

を構成するものであるとされている。⁽⁴⁾このような証券取引委員会の見解に対して、学説はさらに一歩進めて、少なくとも二回以上の売買取引があれば、それは一連の売買取引に該当するものと解すべきであろうとしている。⁽⁵⁾一連の売買取引についてのこのようなアメリカにおける解釈は、わが国においても同様に認めることができるものと思われ、同一銘柄の有価証券について少なくとも二回以上に亘って買付または売付を行なった場合には、一連の売買取引を行なったものと解する。⁽⁶⁾そして多量の有価証券を買付けまたはこれを売付けるために一個の注文が発せられた場合に、その全部が一時に応じられないで、二回以上に分けてこれが応じられ売買取引が成立したときには、このような売買取引も、やはりここにいう一連の売買取引に含まれるものと考えられる。⁽⁷⁾さらにアメリカにおいては、証券取引委員会の解釈によれば、売買取引 (transactions) という言葉は、買付または売付 (purchases or sales) という言葉よりも広い意味を有するものとされている。したがって、売買取引が成立した場合には、その買付注文または売付注文を発したことによって、当該売買取引を行なったものであると解されているのみならず、買付または売付の注文が発せられたにもかかわらずこれが応じられず、その結果売買取引が不成立に終わったような場合においても、その買付または売付の注文を発したことは、ここにいう売買取引を行なったことになるものと解されている。⁽⁸⁾というのは、たとえ当該の買付または売付が成立しなかったような場合でも、そのような買付または売付の注文が発せられたことによって、他の者が行なう買付または売付注文のつけ値に影響を及ぼすのが通常であると考えるべきであるからである。⁽⁹⁾いずれにしても、当該一連の売買取引が、証券取引所内で行なわれたか、あるいは証券取引所外において行なわれたかは問わないものと解する。

つきに当該有価証券の売買取引が繁盛であると誤解させ、またはその相場を変動させるべきものであることが必要とされる。当該有価証券の売買取引が繁盛であると誤解させるような売買取引であるかどうかは、各場合によって異なって来るものであり、どの程度の売買取引であれば繁盛であると誤解させるべき売買取引に該当するものであるか、あるいは反対にどの程度のものであればこれに含まれないかを一律に決することは、まず不可能なことである。当該売買取引が行なわれる以前の売買取引の状態、当該売買取引の量および当該売買取引が行なわれた後の市場の動きなどを考慮して、各場合に具体的に決定されるべきである。⁽¹⁰⁾ところでアメリカにおいては、価格の変動を伴うことなしに、売買取引が繁盛であると誤解させるものとされたケースは、現在までのところ見当たらないといわれている。⁽¹¹⁾これと同じことはわが国においてもいえることであろう。そうだとすれば、「売買取引が繁盛であると誤解させるべき」という点については殆んど問題はなくなってしまう。そこで「相場を変動させるべき」という点について考察すれば、⁽¹²⁾その相場の変動の大きさは問題ではなく、極めて少額の変動であっても十分であると解する。事実一九三四年に証券取引所法をもって相場を操縦を禁止する明文規定が設けられて以来、これに関するケースの多くは、どちらかといえば低価格の株式についてのものであり、これに関して極めて少額の相場の変動を生じたのにすぎなかったものが非常に多いとのことである。⁽¹³⁾当該一連の売買取引の結果として、相場の変動を生じたことが立証されれば、それで十分であり、だれによってそのような一連の売買取引が行なわれたのかを決することのみが必要である。なおアメリカにおいては、相場を下落させることによって行なわれる相場を操縦は、現在までのところ少なくとも判例集に掲載されたケースの中には、見出されないといわれている。⁽¹⁴⁾

第三に、そのような一連の売買取引が、「有価証券市場における有価証券の売買取引を誘引する目的をもって」行なわれたものであることが必要とされる。単に投機または投資のために一連の売買取引を行なうのと、他人による売買取引を誘引する目的をもってこれを行なうのとをくらべると、いずれの場合にも客観的には何ら違いはなく、両者間に見出される唯一の区別は、そのような売買取引を行なう主観的な目的の違いだけである⁽¹⁶⁾。そして投機または投資のために多量の有価証券の買付を行ない、または有価証券を多量に売付けるだけであれば、その買付または売付を行なうに当たって、たとえ自分が行なう有価証券の売買取引の結果として、多かれ少なかれ当該有価証券の市場価格に變動を生ぜしめるであろうというのを右の者が知っていたとしても、このような有価証券の売買取引をもって直ちに違法であると断定することは許されるべきではない⁽¹⁷⁾。ただ有価証券市場における有価証券の売買取引を誘引する目的をもって、当該売買取引が行なわれたものであるかどうかの判定は、極めて困難なことであり、これを画一的に区別することは不可能である。しかも問題の一連の売買取引を行なった者が、右のような違法目的をもってこれを行なったことを率直に認めることはまずないであろう⁽¹⁸⁾。したがって各場合に依じて具体的に決定されるべきである。とはいものの、人の本心を見極めることは至難のことであるため、当該売買取引が行なわれたときの種々の状況を考慮して、どのような証拠があれば一応売買取引を誘引する目的をもって行なわれたものと考えてよいのかを吟味すべきであろう⁽¹⁹⁾。そこで当該一連の売買取引が、有価証券市場における有価証券の売買取引を誘引する目的をもって、行なわれたものとされているアメリカの事例を概観すれば、時価をこえる価格で大量の株式を買付ける場合、所有者が売却しようとしている相当な量の株式を市価以上の価格で買付ける場合、証券引受業者 (underwriter) の手中に売残さ

れている相当な量の株式を市価以上の価格で買付ける場合、一日の中に同一銘柄の株式を何度も繰り返して売り買
する場合、仮装売買取引またはなれ合い売買取引を行なった場合、取引所で買った株式を取引所外でひそかに売った
場合、当該銘柄の株式を市場へ売りに出さないことを大株主との間で協定して買付けた場合、当該株式の市価の上昇
を予言する文書を発行して買付けた場合、当該株式を勧誘する勧誘人に報酬を与えて買付けた場合、損失に対して買
手に保証する場合、会社が配当宣言を行なうよう手配する場合などが、これに該当するものとされてお⁽²⁰⁾り、これら
わが国における解釈上も大いに参考に値いするものと思われる。このような場合には、当該一連の売買取引を行な
つた者は自分の行なつた売買取引が、他人の売買取引を誘引する目的をもって行なつたものでないことを挙証しな
ければならない⁽²¹⁾。また一連の買付を行なつた者が、直ちにこれを他へ売付けることは、このような買付が企てられた目
的を決定するのに重要な証拠とはなるが、当該一連の買付が売買取引を誘引する目的をもって行なわれたかどうかを
決するのに、欠くべからざる要素ではない⁽²²⁾。なお問題の一連の売買取引の結果として、他人に損害を及ぼしたことの
証明は必要ではないと解される。

(1) 本号は相場操縦禁止規定の中で最も重要なものであり、(三)および(四)で述べる第二号および第三号は、むしろこの規定の付
随的なものとして考えられている (Loss, op. cit., 899)。

(2) この第二項第一号の規定は、証券取引所法第九条(a)項(2)に範をとって設けられたものである。すなわち第九条(a)項は「…
…は違法であるものとする。…(2)単独または一名もしくはそれ以上の他の者と共同して、他の者に連邦証券取引所に登録
された有価証券の買付または売付を誘引する目的をもって、当該有価証券について実際上または外見上繁盛な売買取引を創出

させ、または当該有価証券の価格を騰貴させもしくは下落させるような一連の売買取引 (a series of transactions) を行うこと」と規定している。

(3) これは先連盟、買連盟ともいわれるものの一種であつて、たとえば売れない有価証券に高い価格をつけて、買漁ることにより、一時高値を現出させるようなものである(岡村・前掲一五五頁)。

(4) Loss, op. cit., 902; Comment, op. cit., 56 Yale L. J. 525.

(5) Loss, op. cit., 902, 903; Comment, op. cit., 56 Yale L. J. 525.

(6) 藤田・前掲一頁によれば、株式の買占について、「わが国の従来問題となつた買占は、その売買取引の出動が、二回や三回といった少数のものではないから、この点〔一連の売買取引〕に該当することについては問題がないものと思う」とされている。ただ問題は、当該売買取引を誘引する目的をもつて、そのような買占が行なわれたかどうかにある。

(7) Loss, op. cit., 903.

(8) Loss, op. cit., 903; Comment, op. cit., 56 Yale L. J. 525.

(9) この点について、藤田・前掲一頁は例をあげてつぎのように述べている。「たとえば市場で百円という相場で売買がでているときに、『百円で買おう』と申し出ることが、たゞその値段で売買が成立しでもしなくても、相場を變動させるべき売買取引であると〔アメリカでは〕解釈されている。百円の買申出をしなくても、九九円、百円と漸騰して来た売物を順次さらつて買つてしまうことは、当然つぎに百円の売申出または買申出を誘致することになるから、それも相場を變動させるべき売買取引であると解釈される」。

(10) この点アメリカにおいて、ある場合には一〇日余の間の総買付量が四〇、九〇〇株、その中一人の者が一五、〇〇〇株の買付を行ない、それに伴つて市場は異常な活気を呈したが、これは繁盛な売買取引を創出したものとされた。また別の例では

一日の取引量の七九パーセントが違法な売買取引であるとされている (Comment, op. cit., 56 Yale L. J. 525)。

(11) Loss, op. cit., 903

(12) 法文にいう「売買取引を誘引する目的をもって、……相場を変動させるべき」という文句は、買付を誘引する目的をもって相場を上昇させ、売付を誘引する目的をもって相場を下落させることを意味するのが通常である (Loss, op. cit., 903 n. 72)。

(13) あるケースにおいては、株価は四九ドル七五セントから五〇ドル二五セントに、すなわちわずか五〇セント高められたのにすぎなかったとらわれてくる (Loss, op. cit., 903)。

(14) Comment, op. cit., 56 Yale L. J. 526.

(15) Comment, op. cit., 56 Yale L. J. 526. Loss, op. cit., 903. したがってアメリカにおいては、相場を上昇させるために買入もあるような相場の操縦の問題のみを取扱えばまず十分であるといわれている。

(16) Comment, op. cit., 46 Yale L. J. 634.

(17) 「およそ取引所の市場においては、一千株でも二千株でも買えば、予期すると、予期しないにかかわらず、その結果として相場を昂騰せしめることに貢献するのである。そうではなく、初めから相場を昂騰せしめる目的をもって買って出たものであることの確証をつかむことは、至難である」(藤田・前掲一頁)。

(18) Comment, op. cit., 46 Yale L. J. 634.

(19) アメリカの証券取引委員会も、「他人の心の奥底を見極めることは、殆んど不可能なことである。そのため、通常のケースにおいては、相場操縦の目的の発見は、状況証拠に基づく推定による必要がある」としている (Loss, op. cit., 904)。

(20) Loss, op. cit., 905—907. なお、藤田・前掲二頁は、本文で述べたようなアメリカの事例に日本の買占事件を当てはめてつぎのように述べている。すなわち、「例えば横井英樹氏によって行われた白木屋とか東洋製糖とかの株式の買占のごとく、会

社の経営権を獲得するために、その会社の株式を買い集める場合には、その嫌疑が少いが、例えばかつて藤綱久二郎氏によって行われた陽和不動産、日本皮革、波沢倉庫等の株式の買占のごとく、その買い集めた株式を、その買占の結果現出した高値を標準として当該会社に売り付け、これが転売益を利得せんとする場合は、…当時の売買取引の実情を具体的に調査しなくてはならず、実際問題として、も早や証拠をつかむことは困難であろうが、少なくとも前掲買占した直後高値でこれを転売している事実は、相場操縦の有力な証拠となる。その他普通の事例としては、買い占めた株式を、その買占の結果現出した高値で、当該取引所の市場において転売して利得せんとする場合であるが、これも同断である」。

(21) Comment, *op. cit.*, 46 Yale L. J. 637.

(22) ただ証券取引委員会の見解によれば、一連の買付を行ないそれによって株価を上昇させた者が、自分の買付の及ぼした真の効果が他の市場の要素によって消散する前に、株式を処分するという事実があれば、それだけで相場操縦の目的が推定される。それゆえ、このような推定をさけるためには、利益をえて他へ売付ける目的で一連の買付を行ない、相場を上昇させた者は、自分の行なった一連の買付の相場へ与えた効果が消散するまで、売付を差控え十分の期間を経過させる必要がある。この十分の期間は、一概には定めることはできず、市場の性格、買付が行なわれた期間、相場上昇の大きさ、浮動株の量などによって定まるものであり、ある場合には数週間もあれば十分であり、ある場合には数カ月を必要とするかもしれない (*Loss, op. cit.*, 907, 908)。

(三) 情報の流布

有価証券の売買取引を誘引する目的をもって、当該有価証券の相場が、自己または他人の市場操作によって変動すべき旨を流布することは、禁止されている^(一) (二二五条)。

(一)および(二)の場合は、仮装もしくははなれ合いであろうとまた現実であろうと、とにかく売買取引を行なうことが主な要素であるが、(三)および(四)の場合には情報の流布または虚偽の表示などが主な要素をなすものである。

右のような情報を流布した後、実際に市場操作が行なわれこれにより現実に有価証券の市場価格の騰貴または下落を生じたかどうかは問わないものと解する。⁽²⁾

(1) 証券取引所法第九条(a)項(3)を範としたものである。第九条(a)項「……は違法であるものとする。……(3)証券売買業者(dealer)または証券仲介業者(broker)、またはその他有価証券の売付もしくは売付の申出または買付もしくは買付の申出を行なう者である場合に、連邦証券取引所に登録された有価証券の価格を騰貴させまたは下落させる目的をもって行なわれる一名またはそれ以上の者による市場操作のために、当該有価証券の価格が騰貴しまたは下落するであろうとか、あるいは騰貴しまたは下落しそうであるという趣旨の情報を、その日常の業務において流布しまたは伝播することにより、当該有価証券の買付または売付を誘引すること」。

(2) 岡村・前掲一五六頁

(四) 虚偽の表示など

有価証券の売買取引を行なうについて、重要な事項に関して虚偽であり、または誤解を生ぜしめるような表示を故意に行なうことは、それが当該有価証券の売買取引を誘因する目的をもって行なわれたときは、第一二五条第二項第三号によって、違法なものとされている。⁽¹⁾

ある有価証券の売買取引を行なうについて、それが重要な事項であるかどうかは、売買取引を行なう各場合に、それぞれ具体的に判断されるべきものである。⁽²⁾たとえば、ある会社が実際には増資を行なわないのに近い将来において

増資がある旨の表示をし、または増資が行なわれると誤解せしめるような表示をして、当該株式の市価を変動させるような場合は、これに該当するものと思われるが、重要な事項であるかどうかを一律に区別することは不可能なことである。つぎに当該売買取引を行なうについて重要な事項に関して虚偽でありまたは誤解を生ぜしめるような表示が、売手または買手に対して、直接行なわれたかどうかは問わないものと解する⁽³⁾。このような表示は当該有価証券の売買取引を行なおうとする者一般に対し、多かれ少なかれ影響を及ぼすものであると考えるのが合理的であるからである。また虚偽でありまたは誤解を生ぜしめるような表示を故意に行なうことが必要とされるが、自分が行なう表示が虚偽でありまたは誤解を生ぜしめるものであることを知っていたか、または知っていたと信ずべき相当の根拠を有していたような場合が、これに該当するものと思われる⁽⁴⁾。なお有価証券についての市場の相場が真実を示していない場合に、これを指摘しなかったことも本号に含まれるのかどうかの問題が生ずる。疑問はあるが消極的に解すべきであろう。

なお本号の場合にも、有価証券市場における有価証券の売買取引を誘引する目的をもって、そのような虚偽または誤解を生ぜしめるべき表示が行なわれたということの証明を必要とすることはもちろんである。このような証明は必ずしも容易ではないかもしれない。もっとも、当該有価証券の売買取引をするにつき、重要な事項について虚偽であり、または誤解を生ぜしめるような表示が、右のような目的以外の目的をもって行なわれることは、極めてまれなことであると考えられる。したがって(一)に述べたことと同様に、(二)の場合などくらべると、そのような目的をもって行なわれたということの立証は、かなり容易なものであるのが通常であろうと思われる⁽⁵⁾。

(1) 証券取引所法第九条(4)項「……は違法であるものとする。：(4)証券売買業者または証券仲介業者、またはその他有価証

券の売付もしくは売付の申出または買付もしくは買付の申出を行なう者である場合に、連邦証券取引所に登録された有価証券に関して、当該有価証券の買付または売付を誘引する目的をもって、重要な事項についての表示であつて、その表示が行なわれた当時およびその時の状況に照らして虚偽でありまたは誤解を生ぜしめるものであり、かつその者が右の表示が虚偽でありまたは誤解を生ぜしめるものであつたことを知っていたか、または知っていたと信ずるに相当の根拠を有したような表示を行なうこと」。

(2) 岡村・前掲一五六頁

(3) Loss, op. cit., 896.

(4) 注一参照

(5) Comment, op. cit., 46 Yale L. J. 638.

六 違反の場合の制裁

以上で明らかかなように、相場の操縦を行なうことは、一般の投資者を保護するという見地から、禁止されているわけであるが、相場の操縦を禁止する第一二五条の規定は、これだけでは目に見える程著しい効果を期待できるものではないということができよう。すなわち、第一二五条に違反し、または違反しそうな行為の禁止命令または停止命令(七八)違反者の被害者に対する賠償責任(六三)、および違反者に対する罰則(〇七七条二号)など第一二五条違反の場合の制裁についての諸規定と相まって初めて十分にその機能を發揮することができるものである。(一)

(1) この点アメリカの場合について述べれば、証券取引委員会は、証券取引所および場外市場(over-the-counter markets)

相場操縦の禁止について

において行なわれる有価証券の売買取引に対して、絶えず監視の目を光らせている。有価証券の相場について生じた異常な変動、または有価証券の取引量の異常な増加に関して、明白な説明が見られない場合、公衆による申立のあった場合、または取締役、役員および登録有価証券の大所有者が、証券取引所および証券取引委員会に提出することを要求されている有価証券保有状況およびその異動状況についての報告書（これは証券取引所法第一六条(a)項の定めるところであり、わが国の削除された旧第一八八条に該当する）から、異常な事実が判明した場合などに、証券取引委員会のとるべき第一の手段は、必要であるのにもかかわらず見逃している事実を早急に蒐集するために、その地方事務局をして試問 (quiz) または予備調査 (preliminary investigation) を行なわせることである。有価証券市場の異常な動きの原因を急速に解明することによって、相場の操縦を初期の中に発見し、大事に至らない中にこれを阻止するために右のような手続がとられる。通常のケースは、証券取引所当局および証券取引所の会員、その他証券仲介業者、証券売買業者ならびに時としては顧客をもまじえて、四、五回に亘って会談を行なうことによって解決される。このような予備的チェックを行なった結果、相場の操縦について証券取引委員会の疑惑を強めるような場合——そのような場合は比較的少ないのであるが——には、証券取引委員会は正式命令を行ない、召喚状を発し宣督の下に証言をさせる。このようにして相場操縦の事実が明らかになれば、証券取引委員会は、証券取引所または証券業協会の会員権の停止または除名、差止命令 (injunction) および告発の手続をとることとなる (Loss, op. cit., 920, 921; Comment, op. cit., 46 Yale L. J. 639; Comment, op. cit., 56 Yale L. J. 521)。なお証券取引委員会の行なう調査に関して、証券取引所法第二二条(a)項は、「証券取引委員会は、その裁量により、この法律またはこの法律に基づく規則に違反した者または違反しようとする者があるかどうかを決定するために必要と認める調査を行なうことができ、かついかなる者に対しても、証券取引委員会の定める宣督その他の下に、調査されるべき事項に関する事実または状況についての陳述を、書面をもって証券取引委員会に提出することを要求し、または提出させることができる。(以下略)」と規定している。

(一) 違反行為禁止または停止命令

裁判所は、緊急の必要があり、かつ、公益および投資者の保護のために必要かつ適當であると認めるときは、大蔵大臣の申立によって、この法律またはこの法律に基づく命令に違反する行為を行ない、またはそのような行為を行なおうとする者に対して、その行為の禁止または停止を命ずることができる^(一八七)。第一二五条違反の行為を行なった者の被害者に対する賠償責任を定める第一二六条または罰則規定なども後に述べるところと、間接的には相場の操縦の予防に役立つものではあるが、これらの規定は当該相場の操縦が行なわれて後に初めて適用を見るものであり、相場の操縦の予防という見地からすれば、あくまでも第二次的、副次的な意味を有するのにすぎない。したがってこれらの規定のみでは、第一二五条違反の行為が行なわれるおそれがある場合においては、これを防止することができない。そのため第一八七条は、違反行為が行なわれた場合に、大蔵大臣の申立によって裁判所がその行為の禁止または停止を命ずることができるのみならず、違反行為が行なわれようとしている場合にも、その禁止または停止を命ずることができると定めて、予防措置を構じており、一般の投資者の保護を図っているわけである。

違反行為をし、またはしようとする者であるかどうかの判定は、その者が心の中で違反行為を行なおうと決しているだけでは足りず、違反行為をしようとする意思が具体的行為によって外部に発現され、客観的にこれを認めることができることを必要とするものと解する^(二)。なお裁判所は、右のようにして発した命令の取消を行ない、またはその変更を行なうことができ^(一八七)、これらの事件の管轄は、被申立人の住所地の地方裁判所であり^(三)、また裁判の手続は、非訟事件手続法によって行なわれる^(四)。また大蔵大臣は、違法行為の禁止または停止の申立について、必要な

調査を行なうため、一定の処分を行なうことができる(三八)。さらにこのような違反行為に対して裁判所によって発せられる禁止または停止の命令、もしくははそのような命令の取消または変更に違反した者は、三年以下の懲役または三十万圓以下の罰金に処せられることとなり(一九七、条四号)、裁判所の行なう禁止または停止の命令をより効果的なものとして

いる。

(1) この規定はアメリカ証券取引所法第二一条(e)項に基づいて定められたものであり、同項はつぎのように規定している。

「この法律またはこの法律に基づく規則に違反する行為に従事し、または従事しようとする者があることを証券取引委員会において認めるときは、証券取引委員会はその裁量により、そのような行為を禁止するために、連邦地方裁判所、コロンビア地区最高裁判所、または属領もしくは合衆国の管轄に属する地の連邦裁判所に対し、訴訟を提起することができ、かつ適当な呈示に基づき、永久的または一時的差止命令または禁止命令が認められるものとする。証券取引委員会は、右のような行為に關して利用することができる証拠を法務長官に移送することができ、法務長官はその裁量により、この法律に基づいて必要な刑事訴訟手続を開始することができるものとする」。

(2) 岡村・前掲一九九頁は、第一九一条について例をあげている。すなわち、「有価証券市場に類似する施設を開設する計画を立てて、業者が申合せをしたような場合には、本法第九十一条にいう類似市場開設の違反行為をなしたものには該当しないけれども、將にこれをなさんとするものであって、そのままに放置するときは違反行為の成立を見るに至り、公益及び投資者を害するに至るであろうから、本条の規定に基いて大蔵大臣は、その行為を禁止する命令を発することを、裁判所に申立てることになろう」。

(二) 賠償責任

相場操縦禁止の規定に違反して、相場(1)の操縦を行なった者に対しては、第二二六条においてつぎのような賠償責任が課せられている。すなわち、第一二五条に違反する行為を行なった者は、そのような違反行為によって形成された価格により、有価証券市場において、当該有価証券の売買取引またはその委託を行なった者が、その売買取引または委託について受けた損害を賠償する責に任ずるものと規定されている(2)。この規定は、当該違法行為によって損害を受けた被害者の救済を図るためのものであることはいうまでもないところであるが、他面において、違反者はこのような責任を負わされるおそれがあるということを示すことによって、相場(3)の操縦をあらかじめ防止する役目をも有するものであるということができる。すでに述べたように、違反行為の予防に関しては、第一八七条の規定が設けられているが、第一二六条もこのように第二次的に相場操縦の予防に役立つものであり、第一二五条の定める相場(4)の操縦の禁止を間接ながらさらに徹底させることを意図しているものである。

本項の規定は、不法行為の場合の損害賠償責任に関する民法の規定と同様の趣旨を有するものであるが、因果関係について民法よりも広範な責任を負わせている。(5) 第一二五条の禁止規定に違反して相場(6)の操縦を行なった者が負担する賠償の額は、当該の操縦が行なわれた結果として、被害者が受けた損害の額に限定されることは、法文から見て明らかなるところである。損害賠償の請求を行なう者は、当該相場(7)の操縦によって影響を受けた価格をもって有価証券の買付を行なったことまたはその売付を行なったことを証明しなければならぬ。(8) しかしながら、違法な行為が行なわれた事実に加えて、有価証券の市場価格が当該操縦によって影響を受けたことの証明を行なうことは、明確な相場(9)の操縦の場合とは別としても、一般的にいて困難なことが多いものと思われる。(10) とくに相場(11)の操縦が行なわれた後数カ

月を経過してから、有価証券の買付を行ないまたはその売付を行なったような場合には、当該相場の操縦以外の種々の相場変動の要素も混入して来るため、当該相場の操縦によって有価証券の市場価格に影響を受けたことの証明は、極めて難かしくなる。また大規模な相場の操縦についても、この証明を行なうことが困難であるため、ましてや規模の小さい相場の操縦の場合には、その相場操縦によって影響を受けた価格で買付を行ない、または売付を行なったことの証明は、殆んど不可能に近いものといふことができよう。その結果、実際問題としては、違反者に対して民事責任を定めたことは、相場の操縦を抑制するのに目に見える程の効果は殆んど有しないように思われるとさえいわれている。^(c) そのためかアメリカにおいて一九三四年にこの規定が設けられて以来十数年の間に、第九条(e)項によるケースは僅か六件にすぎない。^(d)

つぎに第一二六条第二項は、右の賠償請求権は、請求権者が第一二五条違反の行為のあったことを知った時から一年間、またはその違反行為があった時から三年間、これを行なわないときは、時効によって消滅すると規定している。有価証券取引の敏速性を考慮して、違反行為後長年月を経てから訴訟が提起されることを防止するとともに、相場操縦の事実、それが終了してから若干の時日を経過するまでは、その事実を発見することが困難なことが多いことも考慮して、このような二段構えの短期消滅時効を定めたものである。

- (1) 第一二六条は、アメリカの証券取引所法第九条(e)項にならった規定であり、同項はつぎのように定めている。「本条(a)項、(b)項または(c)項に違反する行為または売買取引に故意に参加した者は、当該の行為または売買取引によって影響を受けた価格をもって有価証券を買付けまたは売付けた者に対して責任を負い、かつ被害を受けた者は、当該の行為または売買取引の結果

被った損害を回復するために、管轄権を有する裁判所に対して、コモン・ローまたは衡平法によって、訴を提起することができる。当該訴訟において裁判所は、その裁量によって、訴訟当事者のいずれか一方に対して、当該訴訟の費用支払の保証を要求し、かつ妥当な弁護士報酬を含む妥当な費用の割当を行なうことができる。本項によって支払を行なう責任を生じた者はすべて、原訴訟に参加していたとすれば同様の支払を行なう責任を負うべきであった者に対し、契約の場合に準じて分担額を求償することができる。本条に基づいて生じた責任を履行させるための訴は、違反となる事実を発見した時から一年以内、かつ当該違反行為のあった時から三年以内に提起されなければ、これを行なうことができない。この規定から見ても明らかのように、アメリカにおいては、賠償請求を行なう原告は、被告が当該違反行為に故意に参加したことの証明を行なうことを要するが、この証明はさして困難ではないとされている (Loss, *op. cit.*, 1034)。なおわが国においてはそのような定めは存しないが、アメリカにおいて訴訟当事者のいずれか一方に対し、裁判所はその裁量によって、弁護士の報酬を含む妥当な費用を課することができる旨の規定が設けられた理由は、「いやがらせ訴訟 (strike suits) を防止するためである」といわれている (Comment, *op. cit.*, 46 Yale L. J. 646)。

- (2) 岡村・前掲一五八頁
- (3) Loss, *op. cit.*, 1034; Comment, *op. cit.*, 46 Yale L. J. 646.
- (4) Loss, *op. cit.*, 1035.
- (5) Comment, *op. cit.*, 46 Yale L. J. 646.
- (6) Loss, *op. cit.*, 1034.

三 罰 則

相場操縦の禁止について

相場の操縦禁止の規定に違反した者に対しては、右のように賠償責任が規定されているが、証券取引法はそれに加えて違反者に対する罰則を設けている。すなわち違反者は、第一九七条第二号により、三年以下の懲役または三〇万円以下の罰金に処せられることとなる。そしてまた第二〇七条は、法人の代表者または法人もしくは人の代理人、使用人その他の従業者が、その法人または人の業務または財産に関し、第一九七条第二号の違反行為を行なったときは、その行為者を罰する外、その法人または人に対しても三〇万円以下の罰金刑を科する旨規定している。しかしながら、アメリカにおいては、違反者の被害者に対する民事責任の規定と同様に、罰則もさして効果を有しないといわれおり、違法行為の差止または禁止命令が最も有効なものとされている。⁽¹⁾

(1) Comment, op. cit., 46 Yale L. J. 644. なおアメリカにおける罰則は、一万ドル以下の罰金または(および)二年以下の拘禁である(証券取引所法三二条(a)項)。

(四) 行政処分

つぎに以上の民事責任および罰則の外、第一二五条に違反して相場の操縦を行なった者が証券業者である場合に於いて、さらに重要な規定が設けられており、このような者に対して行政処分が行なわれることとなる。すなわち、大蔵大臣は、当該職員をして、そのような違反者を審問させた後理由を示して、右の証券業者の登録の取消、または営業の全部もしくは一部の停止、あるいは当該証券会社の役員を解任を命ずることができる⁽¹⁾。その上当該証券業者は、その加入している証券取引所および証券業協会の定款が規定するところに従って、制裁を受けることとなる^(九八、九五、七一条)。

(1) 証券取引所法第一九条(a)項に定める「証券取引委員会は、その意見によって、投資者の保護のために必要または適當と認めるときは、つぎに掲げる事項を行なう権限を与えられるものとする。(1)および(2)省略」(3)証券取引委員会において、連邦証券取引所の会員またはその役員が、この法律またはこの法律に基づく規則に違反したと認めた場合、または売買取引に関してこの法律またはこの法律に基づく規則に違反していると信ずべき根拠を右の者が有している他の者のために、売買取引を行なつたと認めた場合には、証券取引委員会は、適當な通告を行ない、かつ審問の機会を与えた後に、命令により一二月を超えない期間右の者の権利を停止し、または当該証券取引所から除名すること」という規定を範として、設けられたものである。

七　む　す　び

以上が相場の操縦の禁止およびこれに違反した場合の制裁についての概要であるが、証券取引法第一二五条その他の諸規定は、一般の公衆が投機または投資を行なうことを禁止することを意図しているものでないことは、いうまでもないところであり、すでに述べたように、相場の操縦を禁止することによって自由公開の市場を確立し、もって一般の投資者を保護することを目指しているものである。

ところでアメリカにおいては、証券取引所法によって相場操縦の禁止についての明文の規定が設けられたことは、それ以前とくらべると著しい効果があったといわれている⁽³⁾⁽⁴⁾。これに反して、わが国においてはそれ程の効果があがっているようには思われない。アメリカにおいては、前に述べたように、証券取引委員会が絶えず有価証券市場の動きを監視しており、相場の操縦が行なわれそうだという徴候が見られると、大事に至らない中にその芽を摘みとってし

まうという工合に予防措置が十分に行なわれている⁽⁵⁾。他方わが国においては、相場操縦に関する諸規定は、殆んどその機能を發揮することなく、市場操作は野放しのまますでに制定後十年を経過している有様である。その理由として種々のことがらが考えられるであろうが、これらの規定がそれ程の必要に迫られて設けられたというよりは、むしろ当時の占領行政の一端として行なわれたということがあげられるかもしれない。しかしながら、アメリカと比較してそれ程痛切に必要性が感じられなかったということだけのものであって、第一二五条の禁止しているような行為は、証券取引法が制定される以前から存在したし、現在においてもかなり存することは明らかであり、これに伴なう弊害も容易に想像することができ、そのような行為を抑制することの必要性は大いに認められるところである。ことに昭和二五年に行なわれた商法の改正により、定款の定めをもってしても株式の譲渡を禁止しまたはこれを制限することができなくなり^(密二〇四)、株式譲渡の自由が確立されることとなった今日においては、相場の操縦を行なうことは従来にもまして容易になっており、それに伴って生ずる弊害も今後ますます増大することと思われる。そうだとすれば、第一二五条その他の相場操縦の禁止に関する規定が設けられたことは、決して誤りではなかったといわざるをえない。結局これらの規定が余り運用されていない最大の理由は、アメリカの場合とくらべて、有価証券市場に対する大蔵省当局の監視がルースにすぎるといふ点にあると考える⁽⁶⁾。このことは一九三四年に証券取引所法が制定される以前のアメリカにおいては、現在の証券取引委員会に相当する機関が存せず、予防措置が十分に構ぜられなかったことが、相場操縦の抑制に関する最大の欠陥であったとされていることからも首肯できることである⁽⁷⁾。その権限の濫用は重々戒めなければならないことはいうまでもないことであるが。

(1) なおこれまでに触れて来たことからの外にも、相場操縦の禁止については多くの問題が見られる。ことに証券取引法第一二五条第三項は、「何人も、単独または他人と共同して、政令で定めるところに違反して、有価証券の相場を釘付けし、固定し、または安定する目的をもって、有価証券市場における一連の売買取引またはその委託もしくは受託を行なつてはならない」と規定しており、このいわゆる安定操作 (Stabilization) についての問題が残されているわけである。しかしながら、この安定操作の問題については、いずれ別の機会に触れることとし、ここでは右の規定に基づいて「安定操作に関する規則」(昭和二三年八月六日規則第一八号、以後二回程改正を受けている) が制定されていること、および第一二五条第三項は、証券取引所法第九条(a)項(6)を母法とするものであり、これは「…違法であるものとする。…(6)単独または一名もしくはそれ以上の他の者と共同して、公益または投資者の保護のために必要または適当と認めて証券取引委員会が定める規則に違反して、連邦証券取引所に登録された有価証券の価格を釘付けし、固定し、または安定させる目的をもって、当該有価証券の買付および(または)売付のための一連の売買取引を行なうこと」と規定しているということを示すだけにとどめる。

(2) Loss, op. cit., 895.

(3) Loss, op. cit., 920.

(4) もっともアメリカにおいても、相場操縦の禁止についての規定のすべてが、十分にその機能を發揮しているわけではなく、たとえば、いやがらせ訴訟の行なわれることを防止するために「…当該訴訟において裁判所は、その裁量によって、訴訟当事者のいずれか一方に対して、当該訴訟の費用支払の保証を要求し、かつ妥当な弁護士報酬を含む妥当な費用の割当を行なうことができる」という文句まで挿入したのかかわらず、違反者の被害者に対する賠償責任を規定している第九条(e)項が、それ程利用されていないことはすでに述べたとおりである。これは当該相場の操縦によって影響を受けた価格をもって有価証券の買付または売付を行なったということの挙証の困難ということも理由の一つであろうが、それにもまして予防措置が十分

に構じられていることが最大の理由であると思われる。

(5) たとえば、一九五〇年六月三〇日をもって終了した会計年度においては、証券取引委員会は一七の試問または予備調査を行なっている。この中正式調査は、わずか三件だけ行なわれたのにすぎなかった (Loss, op. cit., 921)。

(6) 藤田・前掲二頁は、本文で指摘した大蔵省当局の監視のゆるやかにすぎていることを述べた後に、「もし法律の規定が翻訳調であって、解釈上疑義があり、証拠をつかむことが困難であり、適用しにくいということであれば、これが改正につき研究を怠るべきではない」としているが、同感であるといわざるをえない。

(7) Comment, op. cit., 46 Yale L. J. 639.

(一九五八年一月二十九日稿)